

## Geração de Valor a Partir do Pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio

### José Marcos Da Silva

Doutorando em Controladoria e Contabilidade FEA-RP/USP  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP)  
Departamento: Contabilidade - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade  
Endereço: Av. Bandeirantes, 3900 – Monte Alegre – Ribeirão Preto – SP – CEP 14040-906.  
E-mail: [josemarcos@usp.br](mailto:josemarcos@usp.br)  
Telefone: 016-3602.0670

### Antonio de Cistolo Ribeiro

Doutorando em Controladoria e Contabilidade FEA-RP/USP  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP)  
Departamento: Contabilidade - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade  
Endereço: Av. Bandeirantes, 3900 – Monte Alegre – Ribeirão Preto – SP – CEP 14040-906.  
E-mail: [cistolo@fearp.usp.br](mailto:cistolo@fearp.usp.br)  
Telefone: 016-3602.0670

### Eliseu Martins

Professor Emérito e Livre Docente da Universidade de São Paulo  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP)  
Departamento: Contabilidade - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade  
Av. Bandeirantes, 3900 – Monte Alegre – Ribeirão Preto – SP – CEP 14040-906.  
E-mail: [prof.eliseu.martins@gmail.com](mailto:prof.eliseu.martins@gmail.com)  
Telefone: 016-3602.0670

## RESUMO

No Brasil é permitido distribuir proventos aos acionistas, além dos dividendos, por meio dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP), que visa reduzir a carga tributária por meio da distribuição de proventos, os quais são dedutíveis para o Imposto de Renda. A visão tradicional das práticas de planejamento tributário sugere que a redução do desembolso com tributos aumenta o valor das empresas. Porém, pesquisas em diversos países indicam que as práticas de planejamento tributário possuem relação negativa com o valor das empresas, indicando que essas práticas são vistas de maneira negativa pelos acionistas. Assim, nessa pesquisa foi investigado se a economia tributária decorrente da distribuição de proventos via JCP aumenta o valor das empresas. Para tanto, utilizou-se as empresas listadas no IBRx100 da BMF&BOVESPA, durante o período de 2004 a 2014, por meio de regressão de dados em painel. Os resultados indicaram que o benefício fiscal promovido pela utilização do JCP é percebido pelos investidores como sendo positiva para a empresa, gerando valor aos acionistas. Assim, fornece um insight de que as práticas de planejamento tributário que são lícitas, decorrentes da legislação vigente, podem não ser vistas como destruidoras de valor, dividindo essas atividades em dois grupos: geradoras e destruidoras de valor.

**Palavras-chave:** Capital Próprio. Juros. Valor.

**Método de Pesquisa:** MET3 – Empírico/Banco de Dados

**Área de Conhecimento:** AT9 – Contabilidade e Tributação

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado acionário é movido pelos investidores que aplicam seu capital em empresas que apresentam retorno adequado aos seus investimentos. Nesse sentido, buscam empresas que gerem valor. A geração de valor pode ocorrer por inúmeras maneiras, dentre elas, a gestão eficaz dos tributos, visando a diminuição do seu desembolso. Apesar dessa economia de recursos, o planejamento tributário possui custos explícitos e implícitos que reduzem o seu benefício inicial. Os custos explícitos são aqueles necessários para colocar o planejamento em prática, envolvendo os gastos desde a elaboração até as possíveis alterações societárias necessária. Já os custos implícitos se dão de três maneiras: a apropriação pelos gestores dos benefícios do planejamento tributário realizado; a perda de confiança nas demonstrações contábeis da empresa; e a perda de reputação em virtude da falta de cidadania tributária da empresa.

A gestão tributária pode ocorrer em diferentes níveis em cada organização, dependendo de inúmeros fatores. Assim, como cada organização coloca em marcha suas práticas, o conjunto dessas práticas acabam por determinar se as empresas são mais ou menos agressivas em seus planejamentos tributários. Frank, Lynch e Rego (2009) salientam que a agressividade tributária é a atitude de buscar reduzir o lucro tributável, seja por meio de instrumentos lícitos ou ilícitos.

Desse modo, pesquisas recentes em alguns países se objetivaram a estudar a relação entre o planejamento tributário e a geração de valor para a empresa. No Reino Unido (Abdul Wahab e Holland, 2012), na China (Chen *et al*, 2012) e no Brasil (Santana, 2014) os resultados apontam que a agressividade do planejamento tributário não é bem vista pelos acionistas, uma vez que há uma relação negativa entre o preço das ações e o planejamento tributário. Nos Estados Unidos (Desai e Dharmapala, 2006; Wilson, 2009) e no Brasil essa relação é moderada em função da governança corporativa, o que não ocorre nos demais países pesquisados.

Porém, essas pesquisas utilizam como *proxy* de planejamento tributário a carga efetiva de tributos (ETR - *effective tax rate*) ou pela diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável (BTD - *Book-Tax Difference*) que congrega todas as práticas de planejamento tributário praticadas, não desagregando em cada prática utilizada. Desse modo, as pesquisas não conseguem identificar quais dessas práticas de planejamento tributário aumentam os custos implícitos, culminando na destruição de valor da empresa por serem mais negativas à reputação e imagem da empresa, e quais são as práticas benéficas e que, conseqüentemente, geram valor à empresa. Assim, essa pesquisa se objetiva a identificar se uma prática de planejamento tributário lícita e disseminada nas organizações brasileiras, visando reduzir a carga tributária, são percebidas como geradoras de valor ou se, mesmo com características de licitude, acaba por não gerar valor. A prática elegida para verificar essa questão é o Juros sobre o Capital Próprio (JCP).

O JCP é uma opção genuinamente brasileira, na qual a autoridade tributária aceita, dentro de certos limites legais, a dedução de juros a serem pagos aos acionistas da empresa como forma de remuneração aos mesmos. Como as empresas de distribuem parte de seus lucros na forma de dividendos, foi autorizado pela legislação que o JCP possa integrar esses dividendos obrigatórios. Assim, inicialmente, o JCP foi criado para compensar possíveis perdas causadas pelo final da correção monetária dos balanços, a qual foi extinta em 1995, mas também se tornou um importante instrumento de planejamento tributário. Dadas as características do JCP, ou seja, a sua licitude promulgada pela legislação vigente, deduz-se que essa prática de planejamento tributário não incorra em custos implícitos e que, portanto, a

economia fiscal gerada agregaria valor à empresa, questiona-se se a utilização do mecanismo de JCP gera valor para seus acionistas?

Para tanto, foram selecionadas as empresas listadas no IBRx100 da BM&FBOVESPA para compor a amostra, dado que são as empresas mais líquidas do mercado brasileiro e que poderiam refletir de forma mais adequada as informações disponíveis em seus preços. Os dados de JCP foram coletados junto às demonstrações contábeis e respectivas notas explicativas e os demais dados foram coletados no banco de dados da Economática®. Após a coleta, os dados foram devidamente tratados e utilizados em regressões de dados em painel, por meio do *software* Stata.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

A revisão da literatura aborda as definições sobre planejamento tributário e como as suas práticas podem gerar ou destruir valores das empresas.

### 2.1 PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E GERAÇÃO DE VALOR

O Planejamento Tributário pode ser entendido, de uma forma ampla, como a redução de impostos explícitos (Hanlon e Heitzman, 2010). Para que qualquer planejamento tributário seja eficaz, ele deve conter os três temas centrais, visando maximizar o retorno após os tributos (Scholes e Wolfson; 1992) i) considerar as implicações fiscais para todas as partes envolvidas na operação; ii) considerar não apenas os impostos explícitos (dinheiro dos impostos pagos diretamente às autoridades tributárias), mas também impostos implícitos, na tomada de decisões de investimento e financiamento; e iii) reconhecer que os impostos representam apenas um entre muitos custos das empresas, e todos os custos devem ser considerados no processo de planejamento.

Nesse sentido, a maior parte da pesquisa em contabilidade tributária verifica como a coordenação dos tributos afeta outros fatores dos negócios, de modo que os impostos não podem ser minimizados sem afetar outras esferas organizacionais. Assim, como a tributação influencia diversas escolhas por parte dos gestores, desde a forma da organização até o tipo de financiamento ou a distribuição de lucros, essas escolhas possuem diversas consequências para a empresa (Graham; 2003). Dentre essas consequências, uma é o reflexo nos preços das ações. Uma vez que o planejamento tributário pode aumentar o lucro, aumenta também o retorno para o acionista. (Shackelford e Shevlin; 2001). De modo geral, os investidores, ao aplicarem seus recursos no mercado acionário, buscam empresas que gerem valor, ou seja, estão em busca dos fluxos futuros de benefícios econômicos que a empresa pode produzir (Martins, 2001).

A visão tradicional do planejamento tributário sugere que o valor da empresa deveria aumentar sempre que um planejamento tributário for colocado em prática, uma vez que reduz os tributos a serem desembolsados e aumentando os lucros da organização. Porém, nem sempre a realização dessas atividades resulta num retorno positivo para o acionista, uma vez que, além dos custos explícitos, existem os custos implícitos que não são facilmente perceptíveis. De tal maneira, se os custos totais, implícitos e explícitos, forem superiores às economias tributárias resultaria numa destruição de valor, prejudicando os acionistas. (Desai e Dharmapala, 2009)

Os custos explícitos são aqueles apontados na elaboração do planejamento tributário, como os honorários dos elaboradores, custos de alterações na estrutura organizacional, entre outros (Abdul Wahab e Holland, 2012). Já os custos implícitos podem se dar de três maneiras. A primeira é que os gestores podem se apropriar dos benefícios gerados pelo planejamento



tributário, uma vez que essas operações podem chamar a atenção da autoridade fiscal (Desai e Dharmapala, 2006). O segundo custo implícito advém da perda de confiança nas demonstrações contábeis da empresa. Isso ocorre pelas evidências de que as empresas com maior agressividade fiscal também possuem maior agressividade contábil. A agressividade fiscal pode ser entendida pela redução deliberada do lucro tributável, por meio de atos lícitos ou ilícitos, sugerindo uma espécie de gerenciamento do lucro tributável. (Frank, Lynch e Rego; 2009). Assim, empresas com alíquotas efetivas de imposto de renda consistentemente menores do que as fixadas pela autoridade fiscal podem levar o sinal aos investidores que, como a gestão age de má fé contra o governo, também o faria com os acionistas. Por fim, o terceiro custo é o de imagem ou de reputação pela falta de cidadania, de modo que o preço das ações sofre uma queda após a divulgação pela imprensa de práticas agressivas de planejamento tributário (Hanlon e Slemrod; 2009).

Dadas estas características do planejamento tributário, algumas pesquisas verificaram a relação entre planejamento tributário e o valor das empresas. Desai e Dharmapala (2006) e Wilson (2009) verificaram que essa relação nas empresas americanas é positiva apenas quando a empresa tenha nível elevado de governança corporativa. As pesquisas no Brasil não foram efetuadas com valores desagregados de modo a verificar quais itens em específico podem se traduzir em valorização ou desvalorização das ações. Dentre as alternativas de planejamento tributário brasileiras está o JCP.

## 2.2 JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO

A figura do JCP como forma de remuneração dos acionistas, que é, dentro de certos limites, dedutível do imposto de renda das empresas (Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido). Foi criada para compensar possíveis perdas causadas pelo final da correção monetária dos balanços. A partir de 31/12/1995, foi legalmente extinta a correção monetária do balanço e, com isto, aumentou-se, ou de imediato ou com o passar do tempo, a carga tributária sobre a empresa. A Receita Federal do Brasil decidiu autorizar a aplicação de uma taxa de juros nominal sobre o patrimônio líquido das empresas e autorizou sua dedução do lucro tributário. Os JCP foram instituídos pela Lei nº 9.249/95 que em seu art.9º diz,

Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título da remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação 'pró rata' dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.

Assim, no que se refere à distribuição de dividendos, a legislação societária brasileira estabelece que no mínimo 50% do lucro líquido da empresa deve ser pago sob a forma de dividendos ou JCP, quando o estatuto da empresa for omissivo. Assim, de acordo com o art. 202 da Lei 6.404/76, os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto. A base de cálculo dos dividendos pode ser o lucro líquido do exercício, os lucros acumulados ou as reservas de lucro. Como o estatuto da empresa pode fixar o dividendo a ser pago, a empresa pode alterar o estatuto no sentido de alterar os dividendos a serem pagos.

A dedutibilidade do JCP é estabelecida pelo Regulamento do Imposto de Renda (RIR), sendo que o JCP é considerado como um despesa financeira para fins fiscais. Este procedimento faz com que a empresa recolha menor imposto de renda o que por conseguinte aumenta o lucro líquido, aumentando também o patrimônio líquido da empresa. No entanto, para que a dedução possa ser efetuada, a empresa deve ter realizado lucros antes da dedução

dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. O imposto de renda deverá ser retido na fonte pela empresa pagadora, sobre o valor a ser pago, no percentual de 15%.

Embora tenham diferenças tributárias para o recebedor do JCP, evidências indicam que a existência de pessoas físicas e órgãos estatais nos quadros acionários não aumentam significativamente a probabilidade de uma empresa distribuir JCP. Essas evidências são mais significativas quando uma entidade associativa de investimento (clubes e fundos de investimento, entidades de previdência complementar) com mais de 5% do capital está no quadro societário

Desse modo, a partir de 1995, com a criação do JCP e a sua utilização por parte das empresas, iniciaram as pesquisas brasileiras que estudam o pagamento de dividendos e JCP e, posteriormente, se ramificando em vários temas, listados no quadro 1.

Quadro 1 – Pesquisas sobre pagamento de dividendos e JCP

Tema Estudado	Autores (ano)
Influência do JCP na geração de valor para o acionista	Ribeiro (1999)
JCP, dividendos e tributação	Santos (2007); Guerreiro e Santos (2006); Libonati, Lagiola e Maciel (2008); Salvador (2007); Malaquias <i>et al.</i> (2007); Ness jr. e Xzani (2001); Veras e Petri (2012); Januzzi <i>et al.</i> (2009)
Manutenção do Lucro	Santos (2004)
Dividendo, JCP e retorno de ações / Lucratividade futura	Corso, Kassai e Lima (2012); Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007); Queiroz dos Santos <i>et al.</i> (2004)
Vantagem do JCP, Gerenciamento de Resultados e assimetria de informação	Almeida (2013)
Processo decisório e JCP	Decourt e Procianoy (2012)
Políticas de Dividendos	Fonteles <i>et al.</i> (2012)
Estrutura de Propriedade e JCP	Colombo (2011); Futema, Basso e Kayo (2009); Santos Neto e Souza (2010); Futema (2006)

A diversidade dos títulos pesquisados demonstra o interesse que o assunto despertou no meio acadêmico. Como o pagamento de JCP é um instituto local, podemos notar a falta de pesquisas internacionais sobre este assunto o que foi um interessante tema para pesquisas locais.

### 2.3 JCP E O VALOR DAS EMPRESAS

Desde que foi instituído o JCP dedutível do imposto de renda e, pouco tempo após, também se tornou dedutível da contribuição social sobre o lucro líquido, sendo utilizados como uma forma de Planejamento Tributário. Vários estudos exploraram este tema, como Corso, Kassai e Lima (2012) que investigaram a relação entre a distribuição de dividendos e de JCP com o retorno das ações, concluindo que existe relação entre distribuição de dividendos e de JCP com o retorno das ações. Eles utilizaram regressão com efeitos fixos, pelo método dos mínimos quadrados ordinários, e verificaram que a distribuição de dividendos e JCP apresenta relação inversa com o retorno das ações.

Lopes et al. (2008) verificaram, por teste de diferença de médias, a existência de diferença significativa no resultado entre empresas que pagam e empresas que não pagam JCP. Eles verificaram diferença nos anos de 1997 e 1998, não tendo achado diferença a partir de 1999. Estes autores elaboraram também várias tabelas mostrando o efeito tributário tanto na empresa pagadora, quando no recebedor pessoa física ou jurídica. Os autores mostraram que o efeito líquido de caixa para o acionista pessoa física é menor no caso de JCP em virtude do mesmo pagar imposto de renda sobre o valor recebido.

Santos Neto e Souza (2010) realizaram um trabalho teórico de simulação que demonstra como a empresa gera valor ao distribuir os resultados por meio de JCP. Assim, após a decisão de distribuir um percentual de seu lucro, optando por JCP ao invés de dividendos, a empresa incrementaria o fluxo de caixa do acionista em virtude da economia fiscal de 34% (Alíquota do Imposto de Renda + Contribuição Social) sobre o valor distribuído. Assim, o efeito na empresa pagadora de JCP é um melhor resultado do que no caso do pagamento de dividendos, pois o JCP resulta num aumento do patrimônio líquido da empresa. Sabendo que o investidor possui duas remunerações, a distribuição de proventos (via dividendo ou JCP) e a valorização de suas ações, o investidor racional preferiria receber o provento e ainda aumentar o valor de suas ações, maneira essa possível apenas pelo JCP.

Dado que o Planejamento Tributário traz redução do desembolso de tributos, gerando maior lucro e, conseqüentemente, maior valor à empresa, o JCP seria preferível ao dividendo, já que a empresa tomou a decisão de distribuir parte ou a totalidade de seus lucros. Porém, como já apontado anteriormente, as práticas agressivas de planejamento tributário trazem uma inversão dessa lógica devido aos custos implícitos. Desse modo, para o desenvolvimento desse estudo, concebe-se a ideia de que o JCP é uma prática lícita de planejamento tributário e sua utilização, dentro dos limites legais, reduziria os custos implícitos dessas práticas de forma a gerar valor ao acionista.

### 3. OBJETIVO, HIPÓTESE E METODOLOGIA

#### 3.1 OBJETIVO

No Brasil há, então duas formas de pagamento de proventos ao acionista, JCP e dividendos, ambas relacionadas com o resultado da empresa. Para Fiorati (2007) é justamente a distribuição dessas formas de proventos que sinaliza à lucratividade futura da empresa. Futema, Basso e Kayo (2008), reforçam a afirmação de Fiorati (2007), ressaltando que a lucratividade demonstrou ser a variável explicativa de maior peso e influência para a distribuição de lucros. Já para Almeida (2013) a explicação reside no fato que com o pagamento de JCP há redução na carga tributária das empresas e com isto aumenta seu lucro após a tributação, com transferência de um valor maior para o patrimônio líquido.

Os dividendos e o JCP são proventos pagos em dinheiro e se diferenciam de outros benefícios tais como as bonificações e as subscrições, que são feitas em ações. Bachmann *et al.* (2012) realizaram estudo para verificar se o mercado precifica a remuneração aos acionistas através de dividendos e de JCP, por meio da variação do preço das ações, quando da divulgação da distribuição de dividendos e JCP dos bancos listados na BM&FBOVESPA. Os resultados indicam que a divulgação influencia nas cotações das ações e o impacto é maior em datas mais próximas à divulgação, sendo assim, consistente a hipótese que a divulgação do JCP interfere positivamente no valor da empresa.

Martins e Famá (2011) dizem que os resultados tanto sobre a influência da distribuição de proventos nos retornos futuros quanto à hipótese de efeito clientela (em que investidores que pagam altos impostos sobre dividendos teriam interesse em adquirir ações



com um *yield* reduzido) são controversas. Algumas pesquisas encontraram uma relação inversa entre a distribuição de proventos e o retorno das ações, enquanto outros estudos não encontraram essa relação ou que não foi possível identificá-la. No que tange ao efeito clientela, os resultados de oito estudos também são contraditórios, sugerindo que o mercado brasileiro não siga a lógica racional da teoria.

Desse modo, dado que as empresas possuem uma política de dividendos definida e sabendo que o JCP é uma prática de planejamento tributário lícita, geradora de valor e que não provocaria efeitos indesejados, como os custos implícitos de perda de reputação, questiona-se se a utilização do mecanismo de JCP gera valor para seus acionistas? Como a redução da carga tributária aumenta o lucro empresarial, o objetivo deste trabalho é verificar se quando ocorre o pagamento de JCP, há aumento do valor da empresa. Desse modo formulou-se a seguinte hipótese:

H1 = O pagamento de JCP aumenta o valor das empresas;

Como já mencionado anteriormente, pesquisas nos Estados Unidos, Reino Unido, China e Brasil apontaram que a agressividade do Planejamento Tributário é vista de forma pejorativa, impactando negativamente o valor das ações em virtude dos seus custos implícitos. Porém, nesse estudo, considera-se que o JCP seja uma prática e Planejamento Tributário que possui esses custos implícitos reduzidos ou eliminados, dada a sua característica lícita e prevista na legislação brasileira. Desse modo, a redução da carga tributária em virtude de seu uso seria benéfico para a empresa, uma vez que os seus benefícios não seriam superados pelos seus custos, aumentando o valor da empresa.

### 3.2 METODOLOGIA

Para o presente estudo será utilizada como técnica de tratamento a Regressão com Dados em Painel. Tal técnica, segundo Stock e Watson (2004), também é conhecida como 'dados longitudinais', em que cada componente da amostra é observado em dois ou mais períodos de tempo. Assim, a escolha por esse método no presente estudo se dá em virtude dos dados apresentarem as características de série temporal e de dados transversais.

A amostrado presente estudo contempla as empresas listadas no IBrX 100 da BMF&BOVESPA, o qual é composto pelas 100 ações mais líquidas (Dezembro/2014). Porém, como 5 empresas (Bradesco, Eletrobras, Oi, Petrobras e Vale) possuem duas classes de ações dentro do índice, a amostra foi ajustada para 95 empresas. Uma vez que será utilizado o valor de mercado das empresas como variável dependente, faz-se necessário que as ações das empresas da amostra sejam negociadas com certa liquidez e que os seus preços sejam decorrentes das informações disponíveis. No que se refere à janela temporal, foram coletados os dados de 10 anos, de 2004 a 2013, os quais estavam disponíveis na época da coleta. Os dados foram coletados de várias fontes, sendo o JCP foi obtido junto às notas explicativas das empresas e as Demonstrações de Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), o valor das empresas foi obtido no site da BMF&BOVESPA e as demais variáveis por meio do banco de dados da Economatica®.

### Modelos

Para atender ao objetivo do estudo foram desenvolvidos três modelos. O primeiro deles testa se o valor distribuído na forma de JCP influencia o valor da empresa. Já o segundo modelo utiliza uma variável *dummy* para verificar se apenas por distribuir resultados pela

forma de JCP há aumento do valor da empresa. Para não rejeitar a hipótese H1, espera-se que o Coeficiente  $\beta_1$  seja positivo e significativo em todas as regressões, indicando que há aumento do valor das empresas. O primeiro modelo mede a relação entre o valor de distribuição de proventos por JCP e o valor da empresa e  $X_{it}$  é o termo das variáveis de controle, as quais serão apresentadas a seguir.

$$\text{VALOR}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{JCP}_{j,t} + X_{it} + \varepsilon_t \quad (1)$$

O segundo modelo mede a mesma relação que o anterior, porém, alterando a variável independente para a economia fiscal obtida com o pagamento por JCP, atribuindo a variável **EJCP** ao modelo.

$$\text{VALOR}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EJCP}_{j,t} + X_{it} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Por fim, o terceiro modelo verifica se apenas a presença de JCP já é uma sinalização de que a empresa possui benefício fiscal e, portanto, já possui alteração no seu valor. Assim, nesse modelo, a variável independente de interesse é o **DJCP**.

$$\text{VALOR}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DJCP}_{j,t} + X_{it} + \varepsilon_t \quad (3)$$

### Variável Dependente

Para atender ao objetivo da pesquisa, a variável dependente é o próprio valor das companhias. Assim, esse dado será o valor de mercado das empresas no fim do exercício anual (31/12), dado pela equação 4.

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{\text{Nr. de Ações} \times \text{Cotação da Ação}}{\text{Ativo Total}} \quad (4)$$

### Variável Independente

A variável independente varia em cada um dos modelos. No primeiro modelo é o JCP proposto pela administração da companhia no exercício findo de cada ano mediado pelo total do ativo. Já no segundo modelo, é a economia fiscal provocada pelo JCP (34% do valor distribuído como JCP), denominado EJCP. Por fim, no terceiro modelo a variável é uma *dummy*, assumindo o valor de 1 quando a empresa distribui dividendos por JCP e zero nos demais casos. Para tanto, foram coletadas as destinações dos lucros das companhias da amostra junto às suas notas explicativas e demonstração de mutações do patrimônio líquido.

### Variáveis de Controle

As variáveis de controle utilizadas nesses estudos visam mitigar os efeitos da variável independente de interesse (JCP) na variável dependente (Valor das Empresas). Todas as variáveis, suas descrições e mensurações podem ser observadas no Quadro 2.



Quadro 2 – Variáveis

Variável	Tipo	Descrição	Mensuração
Valor	Dependente	Valor de Mercado do PL	Nº Ações x Cotação
JCP	Independente (modelo 1)	Valor dos Juros Sobre o Capital Próprio (JCP)	Proposição de Distribuição de JCP
EJCP	Independente (modelo 2)	Economia Fiscal do JCP	34% do Valor dos Juros Sobre o Capital Próprio
DJCP	Independente (modelo 3)	Variável <i>Dummy</i> de JCP	1 para empresa que distribui JCP no ano, zero para outros casos <i>Proxy</i> para o planejamento tributário total da empresa, calculada pela diferença entre o Lucro Antes do Imposto de Renda (Societário) e o Lucro Tributável
BTD	Controle	<i>Book - Tax Difference</i>	Dada pela variação da receita líquida entre o período de t e t-2
CRESC	Controle	Oportunidade de Crescimento	Logaritmo natural dos ativos totais da empresa
TAM	Controle	Tamanho da Empresa	Patrimônio Líquido da Empresa, final do ano
PL	Controle	Patrimônio Líquido	Índice de Liquidez Corrente da Empresa, dado pela divisão entre Ativo Circulante e Passivo Circulante
LIQ	Controle	Liquidez da Empresa	Valor Contábil do Imobilizado da empresa
IMOB	Controle	Imobilizado da Empresa	Empréstimos e Financiamentos de Curto e Longo Prazo
DIVID A	Controle	Endividamento Total	Lucro Líquido da Empresa
LUCRO	Controle	Lucro Líquido da Empresa	EBITDA da Empresa, como <i>proxy</i> da geração de caixa
EBITDA	Controle	EBITDA da Empresa	1 para empresa que adotou o IFRS, zero para outros casos
IFRS	Controle	Variável <i>Dummy</i> do Método Contábil Utilizado	1 para empresa que está no segmento Novo Mercado da BMF&BOVESPA, zero para outros casos
GOVER	Controle	Variável <i>Dummy</i> de Governança Corporativa	Percentual de ações detidas pelo primeiro maior acionista da empresa
PROP	Controle	Propriedade	Variável <i>dummy</i> para os 17 setores das empresas que compõe a amostra, classificado pela Economática®
SETOR	Controle	Sector de Atuação da Empresa	

No que se refere às variáveis de controle, a primeira delas é a BTD (*Book Tax Difference*) que representa o planejamento tributário efetuado pela empresa. Essa variável foi utilizada por Santana (2014) para averiguar a relação entre planejamento tributário e o valor das empresas. Seguindo esse mesmo estudo, foram introduzidas outras variáveis que

potencialmente afetam o valor das empresas, como a governança corporativa (GOVER), a concentração acionária (PROP) e o método contábil empregado (IFRS).

As demais variáveis de controle são características das empresas que podem afetar a sua avaliação pelo mercado. Assim, conforme as pesquisas de Desai e Dharmapala (2009) e Wahab e Holland (2012), diversos itens foram adicionados, como as oportunidades de crescimento, o tamanho da empresa, o patrimônio líquido, o imobilizado, o endividamento, a lucratividade, a geração de caixa e o setor de atividade. Todas as variáveis, exceto as *dummies*, tamanho da empresa (TAM) índice de liquidez (LIQ) e a de propriedade (PROP) foram deflacionadas pelo ativo total do respectivo ano das empresas.

#### 4. ESTATÍSTICA DESCRITIVA E RESULTADOS

Antes dos testes, algumas análises preliminares foram efetuadas. A primeira delas é a estatística descritiva das variáveis. A Tabela 1 demonstra o número de observações de cada variável no decorrer dos anos. Nota-se que o número de observações é crescente com o passar dos anos. Isso se justifica em virtude da amostra, pois, como as empresas utilizadas pertencem ao IBRx da BMF&BOVESPA com período base em dezembro de 2014, algumas delas só começaram a participar do mercado de ações nos anos mais próximos aos da data da coleta.

Tabela 1 - Número de Observações das Variáveis durante os anos

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TOTAL
VALOR	51	54	62	77	79	83	88	91	91	94	770
JCP	56	61	73	80	83	86	89	92	91	95	806
BTD	62	68	77	82	84	88	86	86	87	91	811

Já a Tabela 2 demonstra a estatística descritiva de cada variável, com o número total de observações, suas respectivas médias, desvio padrão, além dos valores máximos e mínimos.

Tabela 2 - Estatística Descritiva das Variáveis

Variável	Nº de Observações	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Máximo
VALOR	770	1,167	1,255	1,076	0,053	8,301
JCP	806	0,008	0,012	1,465	0,000	0,135
EJCP	806	0,003	0,004	1,465	0,000	0,046
BTD	811	0,018	0,069	3,833	-1,425	0,195
CRESC	696	1,641	1,580	0,963	0,000	24,063
TAM	835	15,887	1,837	0,116	3,258	20,989
PL	834	0,405	0,197	0,486	0,000	0,987
LIQ	836	1,941	3,006	1,549	0,200	69,500
IMOB	835	0,281	0,248	0,883	0,000	0,909
DIVIDA	784	0,278	0,165	0,592	0,000	0,777
LUCRO	832	0,065	0,089	1,364	-1,240	0,637
EBITDA	761	0,143	0,124	0,866	-1,429	1,002
IFRS*	838	-	-	-	0,000	1,000
GOVER*	820	-	-	-	0,000	1,000
PROP	776	36,336	20,098	0,553	0,100	99,400

\* para as variáveis *dummies* não foram calculados média e desvio padrão

No que se refere ao Valor do Patrimônio Líquido (VALOR), as empresas possuem uma média de 1,167 o valor do Ativo Total, com desvio padrão de 1,255 resultando num

---

coeficiente de variação em torno de 1, demonstrando que o desvio padrão é semelhante à média. Nas variáveis independentes JCP e BTM esses valores alcançam 1,465 e 3,833, demonstrando o grau de dispersão desses valores, mesmo quando deflacionados pelo ativo total. Por fim, para encerrar as análises descritivas, a Tabela 3 demonstra as correlações entre as variáveis do estudo. Nessa tabela pode-se verificar que o JCP é correlacionado positivamente com o Valor da Empresa. A BTM também possui correlação positiva e significativa a 1%, diferentemente dos resultados encontrados por SANTANA (2014). No referido estudo foram contempladas todas as empresas de capital aberto, ao contrário deste que possui uma amostra apenas das empresas mais líquidas.



Tabela 3 - Correlação entre as variáveis

	VALOR	JCP	BTD	ATIVO	DÍVIDA	LUCRO	EBITDA	IFRS	GOVER	PROP	LIQ	IMOB	CRESC	PL
VALOR	1													
JCP	0,310*	1												
BTD	0,197*	0,132*	1											
ATIVO	-0,433**	-0,171*	-0,045	1										
DÍVIDA	-0,299*	-0,200*	-0,065	0,154*	1									
LUCRO	0,617*	0,321*	0,640*	-0,218*	-0,213*	1								
EBITDA	0,558*	0,280*	0,491*	-0,141*	-0,009	0,903*	1							
IFRS	0,099*	-0,062**	0,030	0,103*	0,012	-0,009	-0,087**	1						
GOVER	0,194*	0,012	0,047	-0,370*	-0,027	0,018	-0,074**	0,112*	1					
PROP	0,039	0,017	-0,021	0,002	-0,060	0,065	0,136*	-0,150*	-0,032	1				
LIQ	0,057	-0,058	-0,006	-0,126*	-0,144*	-0,066	-0,139*	0,056	0,061	-0,091**	1			
IMOB	-0,080**	0,134*	-0,030	0,032	0,234*	0,044	0,179*	-0,195*	-0,182*	0,086**	-0,121*	1		
CRESC	-0,001	-0,100*	0,077**	-0,164*	-0,006	-0,005	-0,032	-0,122*	0,188*	0,020	0,231*	-0,121*	1	
PL	0,305*	0,253*	0,123*	-0,356*	-0,542*	0,135*	-0,045	0,114*	0,197*	-0,040	0,296*	0,130*	0,085	1

Legenda: \* significância a 1%; \*\* significância a 5%

OBS: a variável EJCP foi omitida pois apresenta os mesmos resultados que a variável JCP

Para a análise dos dados em painel foi procedido o teste de Hausman para verificar qual modelo se adequa melhor: modelo de efeitos fixos ou modelo de efeito aleatório. O resultado qui-quadrado foi de 49,36 com uma probabilidade qui-quadrado de 0,00, rejeitando a hipótese nula e apontando que o modelo de efeito fixo deve ser utilizado. Também foi realizado o teste de Wooldridge para verificar auto correlação entre os resíduos da regressão e possui hipótese nula de que existe a auto correlação serial. O resultado desse teste foi de 0,00, também rejeitando a hipótese nula, descartando a existência de autocorrelação entre os resíduos. Por fim, para verificar a ausência de heterocedasticidade foi aplicado o teste de Wald que possui como hipótese nula a presença de homocedasticidade (ou ausência de heterocedasticidade). O resultado também foi de 0,00, resultando em existência de heterocedasticidade. Para minimizar os efeitos dessa característica da amostra foram utilizados estimadores robustos nas regressões em painel. Após isso, foram efetuadas as regressões de dados em painel para os três modelos propostos, cujos resultados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 - Resultados das Regressões dos 3 Modelos

Valor da Empresa	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3
JCP	7.8386*		
EJCP		23.0548*	
DJCP			0.0136
BTD	-3.7007*	-3.7007*	-3.9013*
ATIVO	0.0356	0.0356	0.0138
DÍVIDA	-1.2919**	-1.2919**	-1.3702**
LUCRO	4.3789**	4.3789**	4.7956*
EBITDA	1.7226	1.7226**	1.7822
LIQ	-0.0131	-0.0131	-0.0146
IMOB	-0.4908*	-0.4908*	-0.4959**
PL	1.8165*	1.8165*	1.7667**
RECEITA	0.0077	0.0077	0.0064
IFRS	0.0555	0.0555	0.0563
GOVER	-0.2548**	-0.2548**	-0.2592**
PROP	-0.0016	-0.0016	-0.0021
CONSTANTE	0.0560	0.0560	0.5017
Nº de Observações	632	632	634
Nº de empresas	85	85	85
R quadrado	0.4109	0.4109	0.4402

Legenda: \*, \*\* e \*\*\* representam a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Conforme demonstrado na Tabela 4, os resultados não rejeitam a hipótese inicial do estudo de que a economia tributária decorrente da distribuição de JCP afeta o valor das empresas, dado que os coeficientes são positivos e significantes ao nível de 1%. Contudo, no modelo 3, onde a variável é uma *dummy* para JCP, o coeficiente não foi significativo, sugerindo que apenas a sinalização da distribuição de proventos por meio de JCP não é suficiente para gerar valor a empresa. Assim, os resultados indicam que a totalidade dos proventos por meio de JCP que geram benefícios fiscais são determinantes no valor das empresas. Cabe ressaltar que a totalidade do planejamento tributário, representado pela BTD, corrobora os achados das pesquisas anteriores, sugerindo uma relação negativa entre as práticas de planejamento tributário e o valor das empresas. Assim, mesmo para esse grupo de empresas categorizadas no IBRx da BMF&BOVESPA, o planejamento tributário, como um todo, possui maiores custos implícitos do que benefícios, gerando uma perda de valor das empresas.

Desai e Dharmapala (2009) encontraram relação negativa, embora não significativa, entre a BTD e o valor da empresa nos Estados Unidos, embora Santana (2014) também encontrou relação negativa entre a BTD e o valor da empresa no Brasil e Abdul Wahab e Holland (2012) no Reino Unido. Porém, conforme também encontrado nesses três estudos, foram inseridas variáveis interativas entre governança e planejamento tributário, de modo que a sua relação com o valor da empresa foi significativa e positiva. Assim, de modo a aprofundar as análises e seguindo o método dos trabalhos acima, as amostras foram segregadas em duas pelo critério do nível de governança corporativa. Os resultados das referidas regressões são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Resultados das Regressões dos 3 Modelos estratificados por Governança Corporativa

	MODELO 1		MODELO 2		MODELO 3	
	Com Governança	Sem Governança	Com Governança	Sem Governança	Com Governança	Sem Governança
JCP	7,5448**	4,0730				
EJCP			22,1907**	11,9794		
DJCP					0,0555	-0,0947
BTD	-3,7034*	-2,3349	-3,7034*	-2,3349	-3,7673*	-2,5819
ATIVO	0,0698	-0,1352	0,0698	-0,1352	0,0520	-0,1495
DÍVIDA	-1,2078***	-1,3291	-1,2078***	-1,3291	-1,3460**	-1,3128
LUCRO	4,3203**	5,1749**	4,3203**	5,1749	4,4775**	5,9537***
EBITDA	1,3362	1,5222	1,3362	1,5222	1,3626	1,4808
LIQ	-0,0714	0,1216	-0,0714	0,1216	-0,0710	0,1229
IMOB	-0,2692	-0,3459	-0,2692	-0,3459	-0,2866	-0,3495
PL	2,8417*	0,3448	2,8417*	0,3448	2,7794*	0,3308
RECEITA	0,0102	0,0134	0,0102	0,0134	0,0098	-0,0098
IFRS	0,0908	0,1205	0,0908	0,1205	0,1089	0,1126
PROP	-0,0010	0,0015	-0,0010	0,0015	-0,0013	0,0011
CONSTANTE	-0,8978	2,7132***	-0,8978	2,7132***	-0,5255	3,0656***
Nº observações	367	265	367	265	367	267
Nº empresas	55	31	55	31	55	31
R quadrado	0,3958	0,5768	0,3958	0,5768	0,3988	0,6016

Legenda: \*, \*\* e \*\*\* representam a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Quadro 3 - Resumos dos Resultados das Pesquisas e a relação com o Valor das Empresas

Pesquisa	Desai e Dharmapala (2009)	Abdul Wahab e Holland (2012)	Santana (2014)	Pesquisa Presente	
Variável	BTD	<i>Tax Planning*</i>	BTD	BTD	JCP
Amostra Completa	Negativa e Não Significante	<b>Negativa e Significante</b>	<b>Negativa e Significante</b>	<b>Negativa e Significante</b>	<i>Positiva e Significante</i>
Amostra com Alta Governança	<i>Positiva e Significante</i>	<b>Negativa e Significante</b>	<i>Positiva e Significante</i>	<b>Negativa e Significante</b>	<i>Positiva e Significante</i>
Amostra com Baixa Governança	Positiva e Não Significante	<b>Negativa e Significante</b>	<b>Negativa e Significante</b>	Negativa e Não Significante	Positiva e Não Significante

Conforme verificado na Tabela 5, uma vez mais o JCP foi positivo e significativo nos modelos 1 e 2 ao nível de 5%, não o sendo no modelo 3. Porém, essa significância somente ocorreu nas empresas com nível de governança corporativa superior, ou seja, aquelas que são listadas no Novo Mercado. Além da significância, nota-se que a magnitude dos coeficientes das empresas com mais alto nível de governança nos dois primeiros modelos é próxima do dobro quando comparada com as empresas com graus mais baixos ou inexistentes de governança corporativa. Já o nível de planejamento tributário, dado pela BTD, continuou sendo negativo em todos os modelos, embora sendo significativo apenas na amostra das empresas listadas no Novo Mercado. Santana (2014) e Desai e Dharmapala (2009) encontraram resultados semelhantes, uma vez que a BTD possui relação positiva com valor das empresas listadas no Novo Mercado (Brasil) e com as empresas com altos níveis de governança (EUA).



\*a variável *Tax Planning* utilizada por Abdul Wahab e Holland (2012) é dada pela seguinte formulação:  $(\text{Taxa de Imposto Nominal} - \text{Taxa de Imposto Efetiva}) \times \text{Lucro Antes do Imposto}$ . Isto sugere que os investidores acreditam nos modelos de governança dessas empresas em que ocorreriam menor expropriação de riqueza pelos gestores. Porém, no Reino Unido, Abdul Wahab e Holland (2012) encontraram que mesmo na presença de estruturas fortes de governança corporativa há relação negativa entre planejamento tributário e o valor das empresas. Um resumo dos resultados dessas pesquisas e a comparação dos achados da presente pesquisa podem ser verificados no Quadro 3. O referido quadro, mostra que a relação de JCP é positiva e significativa, tanto com a amostra completa, quanto com a amostra de empresas com alta governança

## 5. Considerações finais

As pesquisas envolvendo a temática de planejamento tributário e a geração valor das empresas possuem resultados controversos nos países em que foram realizadas. Nos Estados Unidos, as práticas de planejamento tributário levam a geração de valor apenas para as empresas com altos índices de governanças. Tais resultados são semelhantes no Brasil (SANTANA, 2014). No Reino Unido, essas práticas não estão associadas à geração de valor, mesmo na presença de estruturas de governança corporativa. Essa relação negativa entre planejamento tributário e valor das empresas decorre da existência de custos implícitos, os quais transmitem aos acionistas perda de credibilidade em suas informações econômico-financeiras. Essa relação, como verificada, pode ser atenuada pela governança corporativa, uma vez que os investidores entendem que esses mecanismos agem na direção de geração de riqueza para a empresa.

Porém, as pesquisas anteriores trataram da gestão de tributos de modo geral, por meio da ETR e da BTD, sem se preocupar em segmentar as práticas de planejamento tributário afim de verificar quais delas podem ou não gerar valor, dado que seu benefício decorrente da economia fiscal seria superior aos custos implícitos já citados. De tal forma, o objetivo desse estudo é verificar se uma determinada prática de planejamento tributário lícita e disseminada não poderia inverter essa relação de destruição de valor, uma vez que, dada essas características, os custos implícitos se reduziram ou, até mesmo, desapareceriam. Para tanto, foi selecionado o JCP para verificar essa questão. Os diversos artigos mencionados na revisão da literatura, mostram a importância deste tema e o interesse despertado no meio acadêmico, bem como a potencial geração de riqueza por meio da economia tributária ao utilizar esses instrumentos para a distribuição de proventos aos acionistas, em detrimento dos dividendos.

Dessa forma, por meio de regressões efetuadas, foram verificados por meio de três modelos se a economia tributária decorrente do uso do JCP gera valor para as empresas. As análises estatísticas mostraram que sob os aspectos analisados, os resultados são significativos e lavaram a não rejeitar a hipótese que os JCP aumentam o valor das empresas, embora o total de planejamento tributário, capturado pela BTD, ainda leve a uma destruição de valor das empresas analisadas.

Após realizadas as regressões, constatou-se que a hipótesede que o JCP traz valor ao acionista por meio da economia tributária na sua utilização como instrumento de gestão tributária não sendo, portanto, rejeitada a hipótese da pesquisa. Os resultados positivos mesmo na ausência de governança corporativa, apontam que o montante economizado por meio do JCP possui relação positiva e significativa com o valor da empresa, embora apenas a sinalização de que a empresa utiliza tal prática não apresente o mesmo resultado. Assim, essa pesquisa contribui para evidenciar que existem práticas de planejamento tributário que podem gerar valor aos acionistas, independentemente da governança corporativa, em virtude da sua legalidade e consequente redução dos custos implícitos, dividindo essas práticas de

planejamento tributário em, ao menos, duas: as práticas geradoras de valor e as práticas destruidoras de valor.

As limitações desta pesquisa são que em sua amostra, uma vez que utilizou apenas dados das empresas listadas no IBRx100 da BM&FBOVESPA. Quanto à métrica de planejamento tributário, foi utilizada a BTM e como métrica de valor das empresas, foi utilizada a cotação das ações no fim de período multiplicado pelo número de ações. Finalmente o horizonte temporal utilizado não cobre todo o período de vigência do JCP, mas apenas os últimos 10 anos, período que julgamos suficiente para a finalidade da pesquisa.

Os resultados da pesquisa trazem três grandes contribuições. A primeira delas é que reforça que o benefício fiscal promovido pela utilização do JCP é percebido pelos investidores como sendo positivo para a empresa, gerando valor aos acionistas. Em segundo plano fornece um *insight* de que as práticas de planejamento tributário que são lícitas, decorrentes da legislação vigente, não são vistas como destruidoras de valor como preconizado em estudos anteriores. Isso sugere que existam, ao menos, dois tipos de práticas de gestão tributária: as geradoras e as destruidoras de valor. Pesquisas futuras poderiam segregar todo o BTM ou ETR e verificar quais desses instrumentos de gestão tributária são percebidas como geradoras de valor aos acionistas. Em terceiro lugar, mas não menos importante, esses resultados são relevantes para a tomada de decisão dos gestores. Ao decidirem sobre atividades que visem reduzir sua carga tributária, uma das alternativas é o JCP, pois evita a perda de valor da empresa, além de evidenciar aos acionistas a preocupação com a geração de valor.

## REFERÊNCIAS

- Abdul Wahab, N. S. & Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, 44 (2), 111-124.
- Almeida, W. S. (2013) Análise das vantagens de distribuição de lucros sob a forma de juros sobre capital próprio. *Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) apresentado como um dos requisitos para a conclusão do curso de Ciências Contábeis do UniCEUB - Centro Universitário de Brasília*.
- Bachmann, R. K., Kudlawicz, C., Almeida, V. E., & Cherobim, A. P. M. S. (2012). Remuneração aos acionistas: como o mercado precifica a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio por empresas do segmento bancário listadas na BMF&Bovespa em 2010. *Revista FACEF Pesquisa*, 15 (2), 163-174.
- Chen, X., Hu, N., Wang, X., & Tang, X. (2014) Tax avoidance and firm value: evidence from China. *Nakai Business Review International*, 5 (1), 25-42.
- Colombo, J. A. (2011). JCP, estrutura de propriedade de destruição de valor - evidências no Brasil. *Dissertação submetida ao programa de pós graduação da escola de administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, para obtenção do grau de mestre em administração*.
- Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. F. S. (2012) Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio *versus* retorno das ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 6 (2), 154-169.
- Decourt, R. F., & Procianny, J. L. (2012). O Processo decisório sobre a distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças*, 10 (4), 461-498.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79 (1), 145-179.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91 (3), 537-546.

- Fiorati, A. R. S., Garcia, F. G., & Tambosi Filho, E. Dividendos e juros sobre o capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004. *XXXI Encontro da ANPAD*. Rio de Janeiro – RJ. Set. 2007
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., Vasconcelos, A. C., & Luca, M.M.M. (2012) Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 23 (3), 173-204.
- Frank, M. M., Lynch, L. J., & REGO, S.O. (2009) Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, 84 (2), 476-496.
- Futema, M. S. (2006). A estrutura de capital, os dividendos e os juros sobre o capital próprio: evidências empíricas no caso brasileiro de 1995 a 2004. *Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas para a obtenção do Título de Mestre*. Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2006.
- Futema, M. S., Basso, L. F. C., & Kayo E. K. (2008). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20 (49), 44-62.
- Guerreiro, R. & Santos, A. As empresas que operam no Brasil estão pagando juros sobre o capital próprio? IN: *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo. 2006.
- Graham, J. R. (2003) Taxes and corporate finance: a review. *Review of Financial Studies*, 16, 1074–1128.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010) A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 127-178.
- Hanlon, M., & Slemrod, J. (2009) What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price relations to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93 (1), 126-141.
- Januzzi, L., Almeida, M. R., Castro, P. N., Amaral, S. C., Nascimento, T. A., & Barros, V.C. (2000) Planejamento tributário. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 3 (2), 49-72.
- Libonati, J. J., Lagioia, U. C. T., & Maciel C.V. (2008). Pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária. In: *18º Congresso Brasileiro de Contabilidade*. Gramado,RS,Brasil.
- Lopes, L. M .S.. (2013) Juros sobre capital próprio e gerenciamento de resultados: um estudo realizado nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Dissertação apresentada ao programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis, Curso de Mestrado acadêmico em Contabilidade, Universidade Federal da Bahia – UFBA*.
- Lopes, T., Bispo, J., Sales, J. N., & Cordenonssi, J. (2008) Um estudo comparativo da rentabilidade das empresas e a utilização dos juros sobre capital próprio. In: *XV Congresso Brasileiro de Custos*. Curitiba, PR, Brasil.
- Malaquias, R. F. Giachero, O. S., Costa, B. E. & Lemes, S. (2007). Juros sobre o capital próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. *UnB Contábil*, 10 (2), 43-68.
- Martins, E. (1996). Juros sobre o capital próprio – aspectos conceituais. *Temática contábil e balanços – IOB*, 50, 515-507.
- Martins, E. (1996). Extinção da correção monetária – os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (1ª. parte). *Temática contábil e balanços – IOB*, 433-426.
- Martins, E. (2001). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. 1ª ed. 14. reimpr. São Paulo: Atlas, 2001.
- Martins, E. (2004). Um pouco da história dos Juros sobre o capital próprio. *Temática contábil e balanços – IOB*, Bol. 49/2004.



- Martins, A. I; Famá, R. (2012) O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 52 (1), 24-39.
- Ness Junior, W. L., Zani, J. (2001). Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. *Revista de Administração*, 36 (2), 89-102.
- Pêgas, P. H. B. (2003). Ativos e passivos fiscais diferidos: reais ou fictícios. *Pensar Contábil*, 6 (19), 13-20.
- Queiroz dos Santos, A. G., Firmino, A. L. G., Bruni, A. L., & Matsumoto, A. S. (2004) A tributação e o comportamento dos preços das ações nos dias ex-dividendos e ex-jscsp: uma análise empírica no Brasil. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, 2 (3).
- Ribeiro, G. (1999) Geração de Valor para o Acionista: Um estudo dos conceitos e das medidas de desempenho sob o enfoque do acionista. *Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP*. Área de Concentração: Finanças como requisito para obtenção do título de mestre em Administração – Opção MBA.
- Salvador, E. (2007) A distribuição da carga tributária: quem paga a conta? *SICSÚ, João (org.) Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo: Boitempo, 79-80
- Santana, S. L. L. (2014) Planejamento tributário e o valor da firma no mercado de capitais brasileiro. 113 f. *Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto*.
- Santos, A. (2007) Quem Está Pagando Juros Sobre Capital Próprio No Brasil? *Revista de Contabilidade e Finanças*. Edição 30 Anos de Doutorado, 33-44.
- Santos, P. C. C. (2004). Juros sobre o capital próprio - despesas financeiras ou uma oportunidade de melhor mensurar o lucro contábil. *Pretexto*. Belo Horizonte, 5 (1), 69–80.
- Santos Neto, D. P., & Souza, L. M.. (2010) A influência da remuneração do capital - juros sobre capital próprio e dividendos - na avaliação do valor da empresa. *XVII Congresso Brasileiro de Custos*. Belo Horizonte - MG, Brasil.
- Scholes, M. & Wolfson, M. (1992) *Taxes and Business Strategy: A planning approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Shackelford, D. A., & Shevlin, T. (2001) Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 321-387.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2004) *Econometria*. São Paulo: Addison Wesley.
- Veras, S. S., & Petri, S. M. (2012) Juros sobre capital próprio – um estudo da sua adoção como estratégia de redução do custo tributário sobre o lucro das empresas do setor elétrico da Bovespa. *XIX Congresso Brasileiro de Custos*. Bento Gonçalves, RS, Brasil.
- Wilson, R. J. (2009) An examination of corporate tax shelter participants. *The Accounting Review*, 84 (3), 969-999